TÁC ĐỘNG CỦA CẤU TRÚC VỐN ĐẾN HIỆU QUẢ HOẠT ĐỘNG KINH DOANH ĐỐI VỚI DOANH NGHIỆP NGÀNH BẤT ĐỘNG SẢN NIÊM YẾT TRÊN THỊ TRƯỜNG CHỨNG KHOÁN VIỆT NAM

TS. Nguyễn Quỳnh Thơ[1] - Đinh Hoài Ngọc

Nghiên cứu phân tích tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của 43 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam giai đoạn 2016-2024. Sử dụng mô hình hồi quy dữ liệu bảng FGLS, kết quả nghiên cứu cho thấy tỷ suất tự tài trợ và nợ ngắn hạn đều tác động thuận chiều và có ý nghĩa thống kê đến hiệu quả hoạt động kinh doanh. Các yếu tố kiểm soát gồm tăng trưởng doanh thu, tỷ trọng tài sản cố định và hiệu ứng thời gian cũng có ảnh hưởng tích cực ý nghĩa thống kê, trong khi quy mô doanh nghiệp không đáng kể. Nghiên cứu kiểm chứng lý thuyết trật tự phân hạng và học thuyết Modigliani - Miller trong bối cảnh ngành bất động sản Việt Nam vốn vay cao nhất trong 15 ngành niêm yết. Kết quả chỉ ra doanh nghiệp cần tối ưu tỷ suất tự tài trợ trên 40%, sử dụng hợp lý nợ ngắn hạn dưới 25% tổng tài sản để giảm chi phí lãi vay chiếm 55% lợi nhuận gộp. Trên cơ sở đó, nghiên cứu đề xuất một số khuyến nghị đối với doanh nghiệp bất động sản và cơ quan nhà nước.

• Từ khóa: *cấu trúc vốn, hiệu quả hoạt động kinh doanh, doanh nghiệp bất động sản, Việt Nam, FGLS.*

This study analyzes the impact of capital structure on the business performance of 43 real estate companies listed on the Vietnamese stock market from 2016 to 2024. Using a panel regression model (FGLS), the research results show that both the self-financing ratio and short-term debt have a statistically significant positive impact on business performance. Control factors including revenue growth, fixed asset ratio, and time effects also have a statistically significant positive impact, while company size is insignificant. The study tests the pecking order theory and the Modigliani-Miller theory in the context of the Vietnamese real estate industry, which has the highest debt level among 15 listed industries. The results indicate that companies need to optimize their self-financing ratio to above 40% and rationally utilize short-term debt below 25% of total assets to reduce interest expenses, which account for 55% of gross profit. Based on this, the study proposes several recommendations for real estate businesses and government agencies.

• Key words: *capital structure, business performance, real estate businesses, Vietnam, FGLS.*

Ngày nhận bài: 26/3/2026
Ngày gửi phản biện: 26/5/2026
Ngày duyệt đăng: 03/6/2026

DOI: https://doi.org/10.71374/jfarv.v26.i315.16

Giới thiệu

Cấu trúc vốn phản ánh mức độ sử dụng nợ và vốn chủ sở hữu để tài trợ cho tài sản, từ đó ảnh hưởng trực tiếp đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp (Jee và cộng sự, 2021; Rudiningtyas và cộng sự, 2023). Việc lựa chọn nguồn vốn hợp lý giúp doanh nghiệp tối ưu chi phí sử dụng vốn, tận dụng lá chắn thuế và nâng cao hiệu quả kinh doanh (Đinh Thị Thu Thảo & Nguyễn Khương Vinh, 2016; Luo & Jiang, 2022; Trần Hùng Sơn, 2011). Sau đại dịch COVID-19, tối ưu cấu trúc vốn trở thành vấn đề quan trọng đối với doanh nghiệp bất động sản Việt Nam - ngành đóng góp khoảng 9,72% GDP năm 2025 nhưng chịu nhiều áp lực về thanh khoản, tồn kho và chi phí vốn (Lý Đại Hùng, 2022; Phạm Thị Hồng Vân, 2024; Võ Hồng Đức, 2023; Vũ Hoàng Linh và cộng sự, 2025). Giai đoạn 2021-2022, thị trường ghi nhận khoảng 1.200 dự án tồn kho trị giá 480 nghìn tỷ đồng. Dù phục hồi với 25.294 căn hộ và nền đất mới năm 2025, ngành vẫn đối mặt với hệ số rủi ro tín dụng 200% và lãi suất nhà ở xã hội ở mức 8-10%/năm (Phạm Thị Hồng Vân, 2024; Vũ Hoàng Linh, 2025). Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 43 doanh nghiệp bất động sản niêm yết giai đoạn 2016-2024 với 387 quan sát nhằm phân tích tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh, từ đó đề xuất khuyến nghị cho doanh nghiệp và cơ quan quản lý nhà nước.

Tổng quan nghiên cứu

Mối quan hệ giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động kinh doanh là chủ đề được nghiên cứu rộng rãi

[1] *Học viện Ngân hàng; email: thonq@hvnh.edu.vn*

trong tài chính doanh nghiệp, tuy nhiên kết quả thực nghiệm vẫn chưa thống nhất giữa các quốc gia, ngành nghề và giai đoạn nghiên cứu.

Nhiều nghiên cứu cho thấy cấu trúc vốn tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp. Roden và Lewellen (1995) phát hiện mối quan hệ cùng chiều giữa cấu trúc vốn và hiệu quả hoạt động của 48 doanh nghiệp LBOs tại Hoa Kỳ giai đoạn 1981-1990. Hadlock và James (2002) cho rằng doanh nghiệp có lợi nhuận cao thường sử dụng nhiều nợ hơn. Almajal và cộng sự (2012) kết luận đòn bẩy tài chính, thanh khoản và quy mô doanh nghiệp tác động tích cực đến hiệu quả tài chính của 25 công ty bảo hiểm Jordan giai đoạn 2002-2007. El Maude và cộng sự (2016) cũng cho thấy nợ có tác động tích cực đến hiệu quả doanh nghiệp xi măng tại Nigeria, trong khi Movalia (2015) cho rằng tỷ lệ nợ hợp lý giúp cải thiện khả năng sinh lợi của doanh nghiệp ngành lốp xe tại Ấn Độ.

Ngược lại, nhiều nghiên cứu chứng minh cấu trúc vốn tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động. Majumdar và Chhibber (1999), Salim (2012), Mumtaz và Zanetti (2013), Onaolapo và Kajola (2010) đều cho thấy tỷ lệ nợ cao làm suy giảm hiệu quả tài chính doanh nghiệp. Pouraghajan và Malekian (2012) khẳng định cấu trúc vốn tác động ngược chiều đến ROA và ROE ở mức ý nghĩa 1%, đồng thời đề xuất doanh nghiệp giảm nợ để nâng cao hiệu quả hoạt động. Chechet và Olayiwola (2014) cũng cho rằng việc sử dụng nợ quá mức làm giảm khả năng sinh lợi.

Theo lý thuyết Modigliani - Miller, nợ vay có thể tạo lợi ích từ lá chắn thuế, nhưng nhiều nghiên cứu thực nghiệm vẫn cho kết quả trái chiều. Tailab (2014), Sheikh và Wang (2013), Salim và cộng sự (2012) đều cho thấy cấu trúc vốn tác động tiêu cực đến ROA, ROE và giá trị doanh nghiệp. Trong khi đó, Taani (2013) lại tìm thấy mối quan hệ tích cực giữa tổng nợ và hiệu quả hoạt động của 12 ngân hàng thương mại Jordan giai đoạn 2007-2011.

Một số nghiên cứu đưa ra kết quả hỗn hợp. Saeed và Badar (2013) cho rằng nợ dài hạn tác động tích cực nhưng nợ ngắn hạn tác động tiêu cực đến hiệu quả doanh nghiệp ngành thực phẩm Pakistan. Salteh và cộng sự (2012) cho thấy cấu trúc vốn tác động tích cực đến ROE nhưng tiêu cực đến ROA và EPS. Ahmad và cộng sự (2012) nhận thấy ROA có quan hệ tích cực với nợ ngắn hạn, trong khi ROE chịu tác động tiêu cực từ các loại nợ. Revathy và V. Santhi (2016) nghiên cứu 70 công ty sản xuất tại Ấn Độ giai đoạn 1991-2012 cho thấy tổng nợ không có tác động đáng kể đến khả năng sinh lợi.

Tại Việt Nam, kết quả nghiên cứu cũng chưa có sự đồng thuận. Phan Thanh Hiệp (2016) kết luận cấu trúc vốn tác động ngược chiều đến ROA và ROE của doanh nghiệp sản xuất công nghiệp. Đoàn Ngọc Phúc (2014) cho thấy nợ dài hạn tác động tích cực, trong khi tổng nợ và nợ ngắn hạn tác động tiêu cực đến hiệu quả hoạt động. Ngược lại, Nguyễn Tấn Vinh (2011) và Le và Phung (2013) đều cho rằng việc sử dụng nợ có quan hệ thuận chiều với hiệu quả kinh doanh.

Nhiều nghiên cứu trong nước còn xem xét các yếu tố kiểm soát như quy mô doanh nghiệp, tỷ trọng tài sản cố định và hệ số tự tài trợ. Trần Đình Khôi Nguyên (2011) cho rằng hệ số tự tài trợ tác động tích cực đến ROA. Quang Minh Nhựt và Lý Thị Phương Thảo (2014) cho thấy ROA và ROE chịu ảnh hưởng bởi đòn bẩy tài chính và tỷ trọng tài sản cố định. Đỗ Dương Thanh Ngọc (2014) xác định nợ ngắn hạn, nợ dài hạn và tổng nợ tác động ngược chiều đến ROA, trong khi Trần Tiến Dũng (2018) cho thấy tỷ lệ nợ, quy mô doanh nghiệp và tỷ trọng tài sản cố định hữu hình tác động tích cực đến hiệu quả hoạt động của doanh nghiệp bất động sản niêm yết.

Tổng quan nghiên cứu cho thấy tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động doanh nghiệp vẫn chưa thống nhất, phụ thuộc vào bối cảnh nghiên cứu, đặc điểm ngành và phương pháp tiếp cận. Do đó, cần có thêm bằng chứng thực nghiệm đối với các doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam trong bối cảnh thị trường còn nhiều biến động hiện nay.

Dữ liệu nghiên cứu: Bài nghiên cứu sử dụng dữ liệu thứ cấp từ các báo cáo tài chính và các thông tin công khai của các doanh nghiệp bất động sản từ năm 2016 đến năm 2024. Dữ liệu của các doanh nghiệp được thu thập trên cả 3 sàn HOSE, HNX, UPCOM trên cơ sở đầy đủ và có thể thu thập được. Nghiên cứu sử dụng khoảng thời gian nghiên cứu từ năm 2016 đến năm 2024 là giai đoạn có nhiều biến động và sự tăng trưởng rõ rệt nhất so với các giai đoạn khác, đặc biệt là bối cảnh thị trường trước và sau đại dịch COVID - 19 xảy ra trên toàn cầu. Kết quả thu được là 43 doanh nghiệp thuộc lĩnh vực bất động sản niêm yết trên thị trường chứng khoán Việt Nam đủ điều kiện để phân tích với tổng 387 mẫu quan sát.

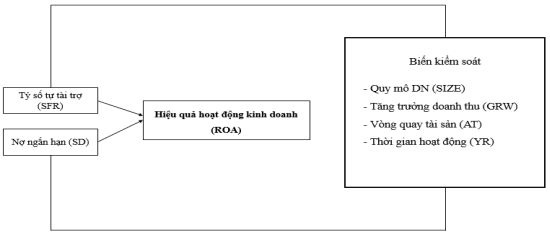
Mô hình nghiên cứu: Kế thừa các lý thuyết và nghiên cứu trước, bài nghiên cứu sử dụng phương pháp định lượng với dữ liệu bảng (panel data). Biến phụ thuộc là ROA - tỷ suất sinh lời trên tổng tài sản, đại diện cho hiệu quả hoạt động kinh doanh của doanh nghiệp bất động sản. Khung nghiên cứu được thể hiện trong Hình 1.

Mô hình cụ thể như sau:

$$ROA_{i,t} = \beta_0 + \beta_1.SFR_t + \beta_2.SD_t + \beta_3.SIZE_t + \beta_4.GRW_t + \beta_5.AT_t + \beta_6.YR_t + \varepsilon_{i,t}$$

Trong đó, ROA được đo lường bằng lợi nhuận sau thuế chia tổng tài sản. Chỉ tiêu này phản ánh khả năng tạo lợi nhuận từ toàn bộ tài sản doanh nghiệp và được sử dụng phổ biến trong nhiều nghiên cứu như Bùi Vĩnh Thanh (2021), Agustin et al. (2021). Đối với ngành bất động sản, ROA phù hợp hơn ROE vì phản ánh hiệu quả sử dụng cả tài sản hình thành từ vốn chủ sở hữu và vốn vay, tránh sai lệch do đòn bẩy tài chính cao.

Hình 1. Khung nghiên cứu



Cấu trúc vốn được đại diện bởi tỷ suất tự tài trợ (SFR) và cấu trúc nợ ngắn hạn (SD). SFR được tính bằng vốn chủ sở hữu trên tổng tài sản. Theo lý thuyết trật tự phân hạng, doanh nghiệp ưu tiên sử dụng vốn nội tại trước vốn vay do bất đối xứng thông tin và chi phí huy động vốn bên ngoài. Nhiều nghiên cứu cho thấy SFR tác động thuận chiều đến ROA nhờ giảm phụ thuộc nợ và chi phí tài chính (Trịnh Quốc Trung & Nguyễn Văn Sang, 2013; Đinh Thế Hùng & Phạm Đức Cường, 2020; Bùi Thị Ngọc và cộng sự, 2023; Lê Na và cộng sự, 2023; Nguyễn Thị Xuân và cộng sự, 2025).

SD được đo lường bằng tỷ lệ nợ ngắn hạn trên tổng tài sản. Theo lý thuyết đánh đổi cấu trúc vốn, việc sử dụng nợ giúp doanh nghiệp tận dụng lá chắn thuế nhưng đồng thời làm gia tăng rủi ro tài chính. Christopher Baum và cộng sự (2006) cho thấy nợ ngắn hạn ảnh hưởng đến ROE của doanh nghiệp Đức nhưng không có ý nghĩa tại Mỹ. Một số nghiên cứu khác như Jason (2018), Ahmad và cộng sự (2012), Sheikh and Wang (2013), Toraman (2013), Saeedi và Mahmoodi (2011) cho rằng nợ ngắn hạn tác động ngược chiều đến ROA và ROE.

Ngoài ra, mô hình sử dụng các biến kiểm soát gồm quy mô doanh nghiệp (SIZE), tăng trưởng doanh thu (GRW), vòng quay tài sản (AT) và thời gian hoạt động (YR). SIZE phản ánh lợi thế kinh tế theo quy mô và thường tác động tích cực đến lợi nhuận (Abdurahman et al., 2003; Babalola, 2013). GRW đại diện cho khả năng tăng trưởng doanh thu bền vững và có ảnh hưởng tích cực đến hiệu quả tài chính (Musah et al., 2019). AT phản ánh hiệu quả sử dụng tài sản và được kỳ vọng tác động cùng chiều đến giá trị doanh nghiệp (Hasangapon et al., 2021). Đối với YR, kết quả nghiên cứu trước chưa thống nhất khi Megawati & Dermawan (2019), Dawar (2014) cho rằng tác động ngược chiều, trong khi Haji & Ghazali (2018) cho thấy tác động tích cực.

Bảng 1. Thống kê các biến trong mô hình nghiên cứu

Tên biến	Ký hiệu	Cách đo lường	Dấu kỳ vọng
Hiệu quả hoạt động kinh doanh	ROA	$\frac{Lợi\ nhuận\ sau\ thuế}{Tổng\ tài\ sản}$	
Tỷ suất tự tài trợ	SFR	$\frac{Vốn\ chủ\ sở\ hữu}{Tổng\ tài\ sản}$	+
Cấu trúc nợ ngắn hạn	SD	$\frac{Nợ\ ngắn\ hạn}{Tổng\ tài\ sản}$	-
Quy mô doanh nghiệp	SIZE	Logarit(Tổng tài sản)	+
Tăng trưởng doanh thu	GRW	$\frac{Doanh\ thu_{\ t} - Doanh\ thu_{t-1}}{Doanh\ thu_{t-1}}$	+
Vòng quay tài sản	AT	$\frac{Doanh\ thu}{Tổng\ tài\ sản}$	+
Thời gian hoạt động	YR	Năm BCTC - năm thành lập	+/-

Nghiên cứu sử dụng phần mềm Stata 14.0 để ước lượng mô hình Pooled OLS, REM và FEM. Các kiểm định Hausman, Breusch-Pagan Lagrangian Multiplier và Durbin-Watson được sử dụng để lựa chọn mô hình phù hợp. Đồng thời, kiểm định Wald và Wooldridge được áp dụng nhằm phát hiện hiện tượng phương sai sai số thay đổi và tự tương quan. Khi mô hình vi phạm các giả định này, phương pháp FGLS được sử dụng để đảm bảo kết quả ước lượng có độ tin cậy cao hơn.

Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Kiểm định khuyết tật của mô hình

Bảng 1. Ma trận tương quan giữa các cặp biến

	ROA	SFR	SD	SIZE	GRM	AI	YR
ROA	1.000						
SFR	0.193	1.000					
SD	-0.380	-0.098	1.000				
SIZE	0.000	0.000	0.166	1.000			
GRM	0.115	0.237	0.586	0.000	1.000		
AI	0.140	0.164	0.271	0.029	0.085	1.000	
YR	-0.298	-0.164	0.451	0.076	0.279	0.085	1.000

Nguồn: Tác giả tổng hợp từ phần mềm Stata 14

Các kiểm định Hausman, Breusch-Pagan Lagrangian Multiplier, và Durbin-Watson được sử dụng xác nhận tính phù hợp của mô hình hiệu ứng cố định (FEM) cho dữ liệu bảng nghiên cứu. Kết quả kiểm định cho thấy, kiểm định Hausman bác bỏ giả thuyết không về tính nhất quán của mô hình hiệu ứng ngẫu nhiên ($\chi^2 = 14.72$, $p = 0.0021 < 0.05$), kiểm định Breusch-Pagan Lagrangian Multiplier khẳng định sự tồn tại hiệu ứng cố định đáng kể ($\chi^2 = 27.42$, $p = 0.0000$), trong khi kiểm định Durbin-Watson loại trừ tự tương quan thứ nhất ($DW = 1.75$, $p = 0.0824 > 0.05$). Do đó, mô hình hiệu ứng cố định (FEM) là mô hình phù hợp và đáng tin cậy nhất để phân tích dữ liệu bảng, đảm bảo kết quả ước lượng có độ tin cậy cao và cho phép suy diễn chính xác về mối quan hệ giữa các biến. Tuy nhiên, kiểm định Wald và Wooldridge cho thấy mô hình vi phạm giả định phương sai sai số thay đổi và tự tương quan, vì vậy mô hình FGLS được lựa chọn để cải thiện tính chính xác của kết quả mô hình.

Kết quả nghiên cứu và thảo luận

Bảng 2. Kết quả hồi quy theo 3 mô hình ước lượng

	Mô hình OLS	Mô hình REM	Mô hình FEM	Mô hình FGLS
	Coefficients [P-value]	*Coefficients [P-value]*	*Coefficients [P-value]*	*Coefficients [P-value]*
SFR	1,925***	1,393**	1,248**	2,082***
	[0,000]	[0,013]	[0,044]	[0,000]
SD	-2,299*	-3,131*	-2,583	-1,992***
	[0,086]	[0,051]	[0,180]	[0,004]
SIZE	0,013	0,266	0,886*	0,068
	[0,926]	[0,264]	[0,067]	[0,565]
GRW	0,171***	0,139***	0,111***	0,137***
	[0,001]	[0,000]	[0,006]	[0,000]
AT	2,901***	5,756***	7,906***	3,430***
	[0,000]	[0,000]	[0,000]	[0,000]
YR	-0,076***	-0,084**	-0,142	-0,093***
	[0,000]	[0,010]	[0,193]	[0,000]
Hằng số	4,360*	0,077	-8,945	3,557***
	[0,074]	[0,984]	[0,149]	[0,009]
R-sq	0,208	0,232	0,246	0,308

Nguồn: Tác giả thống kê từ phần mềm Stata

Kết quả Bảng 2 cho thấy tỷ suất tự tài trợ (SFR) tác động cùng chiều đến hiệu quả hoạt động kinh doanh với hệ số β = 2.082. Khi SFR tăng 1 đơn vị thì ROA tăng khoảng 2,082 đơn vị. Kết quả này phù hợp với lý thuyết trật tự phân hạng của Myers và Majluf (1984), cho rằng doanh nghiệp ưu tiên sử dụng nguồn vốn nội tại trước vốn vay bên ngoài, đồng thời tương đồng với nghiên cứu của Trịnh Quốc Trung & Nguyễn Văn Sang (2013). Điều này cho thấy doanh nghiệp có tỷ suất tự tài trợ cao sẽ giảm phụ thuộc nợ vay, hạn chế rủi ro tài chính và nâng cao hiệu quả hoạt động. Tuy nhiên, nếu tỷ suất tự tài trợ quá cao có thể làm doanh nghiệp chưa tận dụng được lợi ích của đòn bẩy tài chính.

Cấu trúc nợ ngắn hạn (SD) có tác động ngược chiều đến ROA với hệ số β = −1.992. Khi SD tăng 1 đơn vị thì ROA giảm 1,992 đơn vị. Kết quả phản ánh việc sử dụng quá nhiều nợ ngắn hạn làm gia tăng áp lực thanh toán, chi phí lãi vay và rủi ro tài chính, từ đó làm giảm hiệu quả hoạt động kinh doanh. Điều này phù hợp với các nghiên cứu của Jason (2018), Ahmad và cộng sự (2012), Sheikh and Wang (2013), Toraman (2013), Saeedi và Mahmoodi (2011), đồng thời phần nào ủng hộ lý thuyết trật tự phân hạng của Myers và Majluf (1984). Tuy nhiên, trong thực tế doanh nghiệp vẫn cần sử dụng nợ ngắn hạn hợp lý để bổ sung vốn lưu động và tận dụng cơ hội kinh doanh.

Kết quả nghiên cứu cũng cho thấy GRW và AT tác động tích cực đến ROA với hệ số lần lượt là 0,137 và 3,430, đều có ý nghĩa thống kê ở mức 1%. Trong khi đó, SIZE không có ý nghĩa thống kê, còn YR tác động ngược chiều đến hiệu quả hoạt động với hệ số β = −0.093. Điều này cho thấy tăng trưởng doanh thu và hiệu quả sử dụng tài sản là những yếu tố quan trọng giúp cải thiện khả năng sinh lời của doanh nghiệp bất động sản niêm yết tại Việt Nam.

Kết luận: Nghiên cứu sử dụng dữ liệu của 43 doanh nghiệp bất động sản niêm yết trên HOSE, HNX và UPCoM giai đoạn 2016-2024 để phân tích tác động của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh. Kết quả cho thấy tỷ suất tự tài trợ tác động tích cực đến ROA, trong khi nợ ngắn hạn tác động tiêu cực. Ngoài ra, tăng trưởng doanh thu và hiệu quả sử dụng tài sản cũng góp phần nâng cao khả năng sinh lời của doanh nghiệp.

Từ kết quả nghiên cứu, doanh nghiệp bất động sản cần tăng cường nguồn vốn chủ sở hữu, kiểm soát hợp lý nợ ngắn hạn và nâng cao hiệu quả sử dụng tài sản nhằm cải thiện hiệu quả hoạt động. Đồng thời, cơ quan quản lý cần tiếp tục hoàn thiện chính sách tín dụng và khung pháp lý để hỗ trợ thị trường bất động sản phát triển ổn định, bền vững.

Nghiên cứu còn hạn chế do phạm vi mẫu chưa lớn và chỉ sử dụng ROA để đo lường hiệu quả hoạt động. Các nghiên cứu tiếp theo có thể mở rộng mẫu nghiên cứu và bổ sung thêm các chỉ tiêu như ROE hoặc Tobin's Q để đánh giá toàn diện hơn.

Tài liệu tham khảo:

Ahmad, Z., Abdulla, N. M. & Roslan, S. (2012). Capital structure effect on firms' performance: Focussing on consumers and industrial sectors in Malaysia. International Review of Business Research Papers, 8(5), 137-155.

Babalola, Y. (2013). The effect of firm size on firms' profitability in Nigeria. Journal of Economics and Sustainable Development.

Haji, A. A., & Mohd Ghazali, N. A. (2018). The Role Of Intangible Assets and Liabilities in Firm Performance: Empirical Evidence. Journal of Applied Accounting Research, 19, 42-59.

Majumdar, S. (1997). The impact of size and age on firm-level performance: some evidence from India.

Megawati, &. D. (2019). Analysis of the Influence of Firm Size, Firm Age, Leverage, and Growth on Company Performance. Journal of Multiparadigm Accounting, I, 666-674.

Musah, M., Kong, Y., Antwi, S. K., Donkor, M., Quansah, P. E., & Obeng, A. F. . (n.d.). A study into growth and firms' financial performance: Evidence from the Ghana Stock Exchange (GSE). International Journal of Multidisciplinary Research and Development.

Phúc, Đ. N. (2014). Ảnh hưởng của cấu trúc vốn đến hiệu quả hoạt động kinh doanh của DN sau cổ phần hóa ở Việt Nam. Tạp chí Những vấn đề kinh tế và chính trị thế giới số, 7(219).

Revathy & V. Santhi . (2016). Impact of capital structure on profitability of manufacturing companies in India. International Journal of Advanced Engineering Technology, 24-28.

Salim, M. &. (2012). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Listed Companies. Procedia - Social and Behavioral Sciences, 65(3), 156-166.

Taani, K. (2013). Capital Structure Effects on Banking Performance: A Case Study of Jordan. International Journal of Economics, Finance and Management Sciences, 1(5), 227-233.

Tailab, M. M. (2014). The Effect of Capital Structure on Profitability of Energy American Firms. International Journal of Business and Management Invention, 3(12), 54-61.

Toàn cảnh thị trường bất động sản năm 2021: Nhiều diễn biến bất ngờ. (22/01/2022). Retrieved from Kinh tế đô thị: https://kinhtedothi.vn/toan-canh-thi-truong-bat-dong-san-nam-2021-nhieu-dien-bien-bat-ngo.html

Toàn cảnh thị trường bất động sản quý III/2021. (18/10/2021). Retrieved from Bộ tài chính: https://mof.gov.vn/webcenter/portal/btcvn/pages_r/l/tin-bo-tai-chinh?dDocName=MOFUCM211545

Toraman, C., Kilic, Y., & Reis, S. G. . (2013, May). The effects of capital structure decisions on firm performance: Evidence from Turkey. In International Conference on Economic and Social Studies, 1(10), 10-11.

Trần Hùng Sơn, Lê Đức Quang Tú và Hồ Hữu Tín. (2023). Tín dụng và chính sách tín dụng bất động sản trong bối cảnh mới. Tạp chí Ngân hàng. Retrieved from https://tapchinganhang.gov.vn/tin-dung-va-chinh-sach-tin-dung-bat-dong-san-trong-boi-canh-moi.htm

Trịnh Quốc Trung và Nguyễn Văn Sang. (2013). Các yếu tố ảnh hưởng đến hiệu quả hoạt động của các ngân hàng thương mại Việt Nam. Tạp chí kinh tế và Ngân hàng Châu Á, 85(1), 11-15.

Nhan-Anh Thi Cao, Ngoc Tien Nguyen (2025). The impact of busy boards on earnings management: A case study of estate companies listed on the Vietnamese stock exchange. Decision Science Letters, 14(3), 753. https://doi.org/10.5267/j.dsl.2025.3.006

Đinh Thị Thu Thảo & Nguyễn Khương Vinh (2016). The impact of earnings management on going concern: Evidence from listed firms in Vietnam. Science and Technology Development Journal, 19(3), 96. https://doi.org/10.32508/stdj.v19i3.499

Lý Đại Hùng (2022). Economic Robustness Under Current Covid-19 Pandemic. HAL (Le Centre Pour La Communication Scientifique Directe). https://hal.science/hal-03863197

Jee, K. F., Ngui, J. E. J., Poh, P. P. J., Chan, W. L., & Wong, Y. S. (2021). Capital Structure and Firm Performance: Evidence from Malaysian Public Listed Plantation Companies. UNIMAS Review of Accounting and Finance, 5(1), 123. https://doi.org/10.33736/uraf.3536.2021

Luo, Y., & Jiang, C. (2022). The Impact of Corporate Capital Structure on Financial Performance Based on Convolutional Neural Network. Computational Intelligence and Neuroscience, 2022, 1. https://doi.org/10.1155/2022/5895560

Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics, 13(2), 187. https://doi.org/10.1016/0304-405x(84)90023-0

Lê Na, Nguyễn Danh Thịnh, Trần Đình Lý (2023). Nghiên cứu ảnh hưởng của hoạt động quản trị đến hiệu quả kinh doanh các công ty ngành bất động sản niêm yết trên sàn giao dịch chứng khoán Việt Nam. TẠP CHÍ KHOA HỌC ĐẠI HỌC MỞ THÀNH PHỐ HỒ CHÍ MINH - KINH TẾ VÀ QUẢN TRỊ KINH DOANH, 18(5), 21. https://doi.org/10.46223/hcmcoujs.econ.vi.18.5.2339.2023

Lê Minh Ngọc (2025). Biến động cung cầu trên thị trường bất động sản Việt Nam. Tạp Chí Công Nghiệp Kinh Tế và Quản Lý, 2025(7). https://doi.org/10.62831/202522053

Phạm Thị Hồng Vân (2024). Developing Vietnam's real estate market during the crisis period (2020-2023). Asian Economic and Financial Review, 14(12), 947. https://doi.org/10.55493/5002.v14i12.5252

Rudiningtyas, D. A., Soesetio, Y., & Arifin, N. Z. P. (2023). The Determinants of Capital Structure: The Used of Total Debt, Short Debt, Long Debt, and Bank Debt. In Advances in economics, business and management research/Advances in Economics, Business and Management Research (p. 32). Atlantis Press. https://doi.org/10.2991/978-94-6463-302-3_5

Trần Hùng Sơn (2011). FIRM CHARACTERISTICS AND PARTIAL ADJUSMENT TOWARD TARGET CAPITAL STRUCTURE. Science and Technology Development Journal, 14(3), 22. https://doi.org/10.32508/stdj.v14i3.1976

VietstockFinance. (2026). VietstockFinance.

Võ Hồng Đức (2023). Market risk, financial distress and firm performance in Vietnam. PLoS ONE, 18(7). https://doi.org/10.1371/journal.pone.0288621

Vũ Hoàng Linh, Trần Đức Hiệp, Nguyễn Thùy Anh (2025). New structural economics and its implications for Vietnam's high economic growth paths. Discover Sustainability, 6(1). https://doi.org/10.1007/s43621-025-02290-7

Nguyễn Thị Xuân, Trần Mạnh Dũng, Đỗ Đức Tài (2025). The Relationship Between Capital Structure and Performance: The Case of Vietnam. Sage Open, 15(2). https://doi.org/10.1177/21582440251343950